

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Capital aberto, uma alternativa para financiar
empresas no Brasil – estudo de caso ULTRAPAR**

DIOGO CARVALHO DE GOUVÊA
Matrícula nº: 099263394
diogocg@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. Ary V. Barradas
ary@ie.ufrj.br

Agosto 2009

*Dedico este trabalho à minha família,
pelo apoio incondicional durante a
minha caminhada e a todos os
profissionais de educação do Brasil,
pela força e vontade de melhorar a
história da educação em nosso país.*

AGRADECIMENTOS

A DEUS, pela vida, saúde, amor e por me acompanhar todos os dias da minha vida.

Ao meu orientador, professor Ary V. Barradas, pela atenção e valiosa ajuda na condução e correção deste trabalho.

A todos os colegas do curso de Economia pelo agradável convívio durante as disciplinas cursadas e pela relação de amizade, entretenimento e divergência de idéias que fazem da sala de aula um ambiente propício à formação profissional e intelectual.

À minha esposa, Shaiene Costa Moreno, pelo amor, amizade, companheirismo, apoio, confiança e paciência demonstrada ao longo desses anos de convivência.

A todos os meus familiares, que direta ou indiretamente ofereceram condições para que eu progredisse na minha caminhada.

Em especial, aos meus pais Paulo Ramon Borçari de Gouvêa e Elba Maria Carvalho de Gouvêa, que me deram a vida e souberam me conduzir para que tivesse uma boa educação.

E finalmente, a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a execução deste trabalho, os meus sinceros agradecimentos.

SUMÁRIO

RESUMO	6
INTRODUÇÃO	7
I. REFERENCIAL TEÓRICO	10
I.1 Mercado de Capitais e sua influência no desenvolvimento da economia..	10
I.2 Grau de endividamento e risco financeiro	16
I.3 Captação de recursos via mercado bancário	19
I.4 Emprego e renda afetados pelas atividades especulativas	20
II. ESTUDO DE CASO: ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES	29
II.1 Perfil Corporativo	29
II.2 Ultragaz S/A.....	31
II.3 Oxiteno	33
II.4 Ultracargo	36
II.5 Ultrapar: Política de financiamento	38
III. OBSTÁCULO AO AUMENTO DO INVESTIMENTO	41
III.1 Fontes de financiamento de investimento	41
III.2 Diferença entre Capital de terceiro e Capital Próprio.....	43
III.3 O enfoque Laji-LPA sobre a análise da estrutura de Capital	45
CONCLUSÃO	52
BIBLIOGRAFIA	54
ANEXO	57

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN	Banco Central
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciations and amortization
MS	Market Share
RISK	Risco
TDEBT	Endividamento valor contábil
TDEBTVM	Endividamento valor de mercado
VIS	Integração vertical
LAJI	Lucro antes de juros e imposto de renda
LPA	Lucro por ação
T	Alíquota do imposto de renda

RESUMO

O objetivo deste trabalho é identificar as estratégias de capital de uma empresa e analisar o comportamento de seu valor e custo de capital quando sua estrutura financeira é alterada. Além disso, observamos o que ocorre com o valor da firma e com seu custo de capital quando alteramos a relação entre capital de terceiros e capital próprio (grau de alavancagem).

Observamos que a técnica Laji-LPA tende a se concentrar na maximização de lucro e não na riqueza do proprietário. Portanto, o uso de um enfoque que visa à maximização do LPA ignora o risco de maneira geral.

Após a análise dos resultados concluímos que a melhor estrutura de capital por ser selecionada empregando um modelo de avaliação é a que vincula fatores de retorno e risco. Concluímos, ainda, que a estrutura de capital preferível é aquela que resulta no maior valor estimado para a ação, e não no LPA mais alto.

INTRODUÇÃO

Dada a importância do estudo das relações entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e o crescimento econômico do país, buscou-se analisar as vantagens e desvantagens do mercado de capitais vis-à-vis o crédito bancário como principal fonte de financiamento externo das firmas, e, de acordo com o modelo LAJI-LPA, selecionar a estrutura de capital que maximize o LPA no intervalo de valores do LAJI. Para isso, conheceremos pelo menos 2 coordenadas de LAJI e LPA, que poderão ser encontradas supondo valores específicos de LAJI e calculando o LPA associado a cada um deles.

Para analisar os efeitos da estrutura de capital do Grupo Ultra, será considerado a relação entre lucros antes de juros e imposto de renda (LAJI) e lucro por ação (LPA).

A Ultrapar Participação S.A. é um dos mais sólidos grupos econômicos brasileiros. Reúne três empresas com posição de destaque em seus segmentos de atuação: Ultragaz, líder do mercado brasileiros de distribuição de Gás Liquefeito de Petróleo (GLP), Oxiten, única fabricante no Mercosul de óxido de eteno e seus principais derivados assim como maior produtora de especialidades químicas no país; e Ultracargo, uma das maiores prestadoras de serviços integrados de transporte.

A Ultrapar foi constituída em 20 de dezembro de 1953 e suas origens remontam a 1937, quando Ernesto Igel fundou a Ultragaz.

Muitas vezes, o dinheiro gerado pelas vendas não é suficiente para cobrir as necessidades de capital para investimento em novos negócios, aumento do market share, fusões e aquisições, etc. À medida que o negócio cresce, a necessidade de capital aumenta, a empresa tem que garantir outras opções de financiamento. O empresário tem que decidir quais as fontes de financiamento adequadas para minimizar os custos com investimento e garantir maior retorno em menor prazo.

O empresário tem a sua disposição fontes de financiamento internas: auto-financiamento através da retenção dos lucros obtidos – geração de fluxo de caixa – da gestão mais eficiente dos ativos ou do controle de custos mais apertado; e externas: financiamento através de capitais alheios – créditos de fornecedores, empréstimos bancários, linhas de crédito, leasing e factoring – ou capitais próprios – aumento de capital, capital de risco e recurso ao mercado de capitais.

A estrutura de capital da empresa pode ser definida como o conjunto dos títulos usados para financiar as atividades empresariais, ou ainda, como a razão entre as dívidas de curto, médio e longo prazos e o capital próprio. O custo de capital, por sua vez, pode ser entendido como a remuneração exigida de uma empresa pelos obrigacionistas (capital de terceiros) e acionistas (capital próprio), representada como percentual do capital que estes fornecem à empresa.

Para alcançar o objetivo maior da administração financeira, maximizar a riqueza do acionista, o administrador deverá considerar a captação de recursos de terceiros, de forma a minimizar o custo de capital e, assim, aprovar um maior número de projetos com

rentabilidade positiva. Embora o uso da dívida seja favorável às empresas, o uso inadequado do crédito pode trazer diversas conseqüências para uma empresa, inclusive a insolvência financeira. Este fato ocorre porque à medida que o nível de endividamento aumenta, o custo de capital da empresa diminui, mas, por outro lado, o alto nível de endividamento torna maior a responsabilidade da empresa para a cobertura da dívida, aumentando o risco do empreendimento.

Portanto, para determinar o nível de endividamento adequado para a empresa, alguns tópicos devem ser considerados, tais como: as condições gerais da economia, o mercado onde a empresa atua, e as decisões operacionais e financeiras a serem tomadas, para verificar quais atividades serão financiadas pelos recursos obtidos, qual o Valor Presente Líquido (VPL) proporcionado por este investimento, entre outros fatores não financeiros.

CAPÍTULO I

FINANCIAMENTO E CRESCIMENTO: ASPECTOS TEÓRICOS

I.1 Mercado de Capitais e sua influência no desenvolvimento da economia

Com o processo de globalização, que resultou em um intenso intercâmbio entre os países, o mercado acionário cresce e ganha importância no cenário financeiro internacional. Para os países em desenvolvimento, é uma excelente oportunidade para abrir a economia e receber os investimentos externos.

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É um segmento da economia que propicia a redução do risco de liquidez e colabora no longo prazo com o fomento de projetos. Atua como um importante mecanismo para a promoção do crescimento econômico, ao alocar a poupança de forma eficiente, entre as várias oportunidades de investimento e pode ser entendido como a democratização do capital social de uma companhia, já que permite a distribuição das ações para um número de investidores. A principal contribuição do processo de intermediação financeira é a de facilitar a transferência de recursos para alternativas de investimento. Assim sendo, a captação e alocação eficientes de recursos através do mercado de capitais, tornam-se de fundamental importância para viabilizar este desenvolvimento.

Para que uma empresa seja listada na bolsa de valores, é necessário a apresentação de um projeto econômico-financeiro da S/A à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo site da CVM, “a CVM foi criada pela Lei 6385, de 07 de dezembro de 1976, com a

função de regular e disciplinar o mercado de ações. O registro na CVM implica enviar e manter atualizados itens como: histórico da empresa, demonstrações financeiras, composição do capital social, diversificação dos negócios e demonstrativo de resultados, além de realizar auditorias internas e externas periódica”. As exigências legais para abrir capital também descrevem que uma empresa precisa ser constituída em sociedade anônima, adequar o estatuto social da companhia, visando definir direitos dos acionistas minoritários e controladores, criar diretoria de relações com investidores e criar conselho administrativo. Segundo art. 116 da Lei n. 6.404/76, “entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Entende-se por acionista minoritário todos os demais acionistas possuidores de ações ordinárias ou preferenciais, que estão ausentes do bloco controlador.”

Os custos envolvidos para uma empresa se tornar S/A decorrem dos processos burocráticos. Se a companhia em questão se tratar de uma pequena empresa, esses custos podem ser muito expressivos. O instrumento utilizado para identificação das etapas da abertura de capital e os tipos de custos foi a versão de *Inter-Link Consultoria de Mercados de Capitais S/C Ltda. Apud* Pinheiro em 2002 (Anexo).

O funcionamento do mercado de capitais envolve diversas atividades, tais como a negociação de títulos e valores mobiliários – realizada nas bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros e entidades responsáveis pelo desenvolvimento de mercado de

balcão – a custódia dos ativos negociados, o gerenciamento de riscos e a liquidação das operações. Estas negociações não giram somente em torno de ações de empresas de capital aberto. Alguns exemplos são os debêntures, “commercial paper”, etc.

Segundo PINHEIRO (2001), o “commercial paper não é regulamentado no direito brasileiro como um tipo de título distinto dos já existentes”. Os juristas da Comissão de Valores Mobiliários, quando da sua criação, optaram pela nota promissória, não apenas por ser título de uso no mercado interno, mas, ainda, porque para criar um novo título de crédito seria necessária a aprovação do Congresso Nacional. Este título é conhecido no mercado brasileiro pela denominação de origem, ou seja, “Commercial Paper”. Esta expressão é a que consta inclusive em documentos oficiais, do Banco Central do Brasil e CVM. O commercial paper são títulos que as empresas por sociedades anônimas S.A. emitem, visando captar recursos no mercado interno para financiar suas necessidades de capital de giro. É uma alternativa às operações de empréstimos bancários convencionais, permitindo geralmente uma redução nas taxas de juros pela eliminação da intermediação financeira bancária. Corresponde a um título de crédito com promessa ou ordem de pagamento de um valor num prazo determinado ou à vista, emitido para colocação junto ao público, sem garantia ou aceite de instituições financeiras. É colocado pela empresa emitente ou pela rede de distribuição do mercado de capitais com desconto em prol dos investidores.

Antes de surgir o commercial paper, observou MELLAGI (1998), que a única saída encontrada pela empresa era buscar os recursos que necessitava no mercado nacional de dinheiro, que era para onde se canalizavam os excessos de recursos de outras regiões. Desta feita, na busca de uma alternativa para captação de recursos criou-se um ambiente propício para o crescimento de papel que pudesse ser emitido e colocado através do

mercado primário. O mercado primário é onde as empresas realizam emissões de títulos para captar recursos e dinamizar parte do fluxo de poupança dos agentes econômicos em direção aos investimentos produtivos, realizando oferta de valores mobiliários. Era possível às empresas situadas em regiões carentes emitir commercial paper e vendê-los aos investidores de regiões com excesso de capitais, obtendo recursos a um custo baixo. Quando uma empresa emite uma nota promissora, ela não está pensando em liquidez, mas em rolar uma dívida de curto prazo.

No mercado secundário é onde ocorre a transferência, de um proprietário para outro, dos títulos que já foram emitidos. O propósito do mercado secundário é criar condições de liquidez aos papéis já emitidos no mercado primário. A transferência destes títulos pode ser feita no Mercado de Balcão ou Mercado de Bolsa. O valor transacionado nesses mercados não é canalizado para a empresa, não significando, do ponto de vista econômico, aumento ou diminuição de recursos para financiar as empresas. Entretanto, o que definirá a valorização da empresa, é o aumento do valor dos respectivos valores mobiliários durante sua negociação no mercado secundário. Portanto, existe uma condição de existência recíproca entre os mercados primário e secundário.

Em princípio, qualquer ativo financeiro tem sua primeira negociação no mercado primário. Um dos exemplos de valor mobiliário são os debêntures, que são representados por um contrato mútuo, em geral de longo prazo, entre o emissor e os debenturistas. A debênture é emitida por uma sociedade anônima apresentando uma grande flexibilidade quanto às condições e características estabelecidas em sua escritura de emissão. No Brasil, adquiriu características peculiares, tornando-se um papel criativo e moldando-se às técnicas de engenharia financeira. A empresa contrai este empréstimo com a finalidade de atingir os

objetivos desejados, sejam eles: expansão do parque industrial, a compra de máquinas e equipamentos ou aumento no volume de produção.

A Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), com as alterações em seu texto, é o documento que regula a emissão de debêntures, aplicando-se, as normas regulamentares editadas pelo Conselho Monetário Nacional (Comissão de Valores Mobiliário e Bacen).

Toda decisão financeira de uma empresa deve visar o aumento de riqueza de seu acionista. Uma empresa recorre à emissão de debêntures para aproximá-la da chamada estrutura ótima de capital, da qual teria se afastado temporariamente, decorrente de mudanças de taxas de juros, prêmios gerais de risco de mercado e de crédito, ou quaisquer alterações tecnológicas e econômicas exógenas que alterassem o nível de risco operacional da empresa, conforme SECURATO (1993).

Um mercado de capitais desenvolvido e eficiente é de grande valia para a vida econômica de um país. Por ele transitam inúmeras atividades capazes de fomentar uma estratégia bem-sucedida de crescimento da economia, diminuição da desigualdade de renda e construção de bem-estar social. Entretanto, para que seja atraente aos investidores entregar seus recursos diretamente àqueles que necessitam de capital, o mercado deve oferecer vantagens e proteção. Um mercado de capitais sem seriedade, sem proteção ao investidor, sem transparência e sem boas garantias não se torna atrativo e não cativará os investidores.

As empresas podem encontrar capital para suas atividades tanto no mercado de capitais quanto no mercado bancário. A vantagem do mercado de capitais é o custo reduzido para se obter recursos: não se paga pela intermediação, que é a nota característica da atividade bancária. As empresas obtêm recursos dos investidores diretamente, e é também

diretamente que estes são remunerados. A principal característica do mercado de capitais é que se trata de um mercado desintermediado.

As empresas necessitam de recursos para financiar sua expansão. Estes recursos podem ser obtidos por meio de empréstimos de terceiros, reinvestimentos de lucros e participação dos acionistas. Quando a necessidade for aplicação de curto prazo, o mercado de capitais precisa oferecer agilidade no processo, possibilitando melhores ganhos do que os obtidos com as atividades da empresa.

Em contrapartida ao direito de poder adquirir capital fixo (máquinas, equipamentos, instalações, imóveis, etc) e capital de giro (recursos para financiar a compra de insumos ou otimizar o balanço de pagamentos da empresa) através da quantia captada com a emissão valores mobiliários, o empresário compromete-se a distribuir lucros quando o fluxo de caixa da empresa permitir; e dividir proporcionalmente com outros acionistas o poder de decisão na administração da empresa. O financiamento via mercado acionário permite ao empreendedor dispor de tempo indeterminado para que suas decisões de investimento possam maturar e gerar receita para a empresa, quando então esta poderá dividir o lucro com os acionistas através do pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio.

Segundo o site da BOVESPA, as Bolsas de Valores são associações civis, sem fins lucrativos. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas estão sujeitas à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e obedecem às diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional.

Seus objetivos são: manter o local adequado à realização de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários; criar e organizar os meios materiais, os recursos

técnicos e as dependências administrativas necessárias a pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações efetuadas no recinto de negociação (pregão), entre outros.

I.2 Grau de endividamento e risco financeiro

A estrutura ótima de capital postula que o valor da empresa, em um ambiente sem impostos e sem imperfeições de mercado, não é afetado por sua estrutura de capital, segundo Modigliani-Miller - 1958. A liquidação de uma empresa impõe custos sobre os seus consumidores, trabalhadores e fornecedores. A estrutura ótima de capital, ou o grau de endividamento ótimo, seria aquele que reduzisse esses problemas. Por exemplo, o caso de que se duas empresas cuja diferença apresentada é somente em termos de forma de financiamento (dívida/capital próprio) e valores de mercado, os investidores venderiam ações da empresa de valor mais alto e comprariam as da empresa de valor mais baixo, até que esses valores se igualassem. Considera também uma maior renda disponível para os acionistas, caso se trate de um ambiente com imposto, pois este funciona como um benefício fiscal, uma vez que os juros devidos aos credores são considerados despesas, portanto, deduz-se dos lucros.

Por conseqüência, as decisões reais (sobre o volume de investimento ou sobre a escolha de técnicas de produção ou produtos) seriam separadas das decisões financeiras, dependendo apenas das expectativas sobre os retornos futuros dos novos bens de capital.

O grau de endividamento é um indicador de responsabilidade da empresa a todos os credores, sejam financeiros ou não. Quanto maior for este indicador, menor é a capacidade

da empresa de obter novos empréstimos. Portanto, quanto menor for, melhor será para a empresa, em tese, é ideal nunca ultrapassar 100%. A seguinte expressão de cálculo do grau de alavancagem das empresas foi extraída de DAMODARAM (2004):

$$\text{Grau de endividamento} = \frac{\text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

O Patrimônio Líquido representa os valores que os sócios têm na empresa, num determinado momento. É resultante da diferença entre o Ativo e Passivo. O Exigível a Longo Prazo são as dívidas de uma empresa que serão liquidadas com prazo superior a um ano. Se o grau de endividamento for maior que 100%, significa que os recursos externos estavam comprometidos em relação ao Patrimônio Líquido na proporção do resultado da fórmula. O fato de ser Exigível a Longo Prazo é porque não são consideradas no endividamento das empresas as dívidas de curto prazo, já que estas podem ser renegociadas não comprometendo a liquidez da empresa. Porém, quanto mais dívidas para pagar a Curto Prazo, maior será a pressão para a empresa gerar recursos para honrar seus compromissos.

Outro método de cálculo, segundo DAMODARAM (2004), divide o capital de terceiros (fonte de recursos provenientes de agentes que não são os sócios da empresa) pelo patrimônio líquido (fonte de recursos de capital próprio, ou seja, dos acionistas).

$$\text{Grau de endividamento} = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

A leitura que se faz é que para cada R\$ 100,00 de capital próprio, a empresa utiliza (R\$ X) de recursos de terceiros.

A empresa é solvente, ou seja, mais líquida, quanto menos depender do capital de terceiros, ou seja, quanto menor o índice, melhor estará a empresa. Vale ressaltar que o endividamento é uma fonte de recursos que muitas vezes é utilizado para realizar aplicações produtivas no seu Ativo (ampliação, expansão, modernização, etc.). Mas o fortalecimento do Capital Próprio em relação ao Capital de Terceiros propicia a empresa uma posição mais sólida, ou seja, menos vulnerável a qualquer revés que possa ocorrer no dia-a-dia.

Cada investidor exigirá taxas de retorno para o capital de acordo com a percepção de risco. Estuda-se a influência da composição societária (controle acionário), o tamanho da empresa e o ano de emissão de ações. A estratégia com relação ao uso das fontes de financiamento para melhorar os indicadores de performance como crescimento, “market share”, lucratividade, etc é importante na construção da estrutura de capital da empresas.

As empresas geralmente conseguem manter um nível de endividamento moderado, visando evitar que os custos escapem de seu controle e tenham que recorrer ao capital de terceiros tornando-se mais vulneráveis. Uma empresa que eleva seu risco de insolvência por não gerar fluxo de caixa suficiente para fazer um pagamento de uma dívida contratual, os juros, está em situação de dificuldade financeira. Segundo ROSS, WESTERFIEL e JAFFE (1995), essa empresa é forçada, judicialmente, a liquidar seus ativos para pagamento de suas dívidas com os credores.

Se a economia estiver com elevado grau de risco, haverá restrição no número de investidores dispostos a realizarem empréstimos para as empresas. A exigência de taxas de juros elevada torna onerosa as captações realizadas através de emissão de títulos de dívida.

As empresas preferem postergar seus projetos de investimento, dada a pouca disponibilidade e o alto custo dos empréstimos, decidindo por manterem uma baixa alavancagem financeira.

I.3 Captação de recursos via mercado bancário

Um empréstimo tomado a um credor (banco) consiste numa dívida financeira, tendo como um período de tempo pré-determinado. A empresa, quando contrai uma dívida, está obrigada à restituir o capital emprestado e pagar juros, fixados com base numa taxa que é aplicada ao valor do empréstimo. Empréstimo bancário é caracterizado por curto prazo (1 ano para amortizar a dívida) ou de longo prazo (superior a um ano).

O mercado bancário é uma forma de financiamento adequada se a empresa está moderadamente endividada e manifesta boa capacidade de gerar fluxo de caixa. Empresários com negócios nestas condições podem recorrer sem cederem parte do controle da empresa. Se a empresa for sólida e já estabelecida no mercado, ou seja, não for emergente, os bancos tendem a ser mais receptivos a emprestarem dinheiro.

O ponto desfavorável é o custo elevado das operações de empréstimo. Uma grande parte dos empréstimos às empresas com recursos livres é destinada ao capital de giro, incluindo os saques a descoberto na conta garantida, e ao financiamento do comércio exterior. O prazo é inferior a um ano no que tange a média de financiamentos que as empresas tomam com os bancos no segmento livre.

O spread bancário corresponde à remuneração bruta do agente financeiro pelo desempenho de suas funções próprias de mobilização de poupança e alocação de crédito.

Constitui-se na diferença entre as taxas ativas do sistema bancário, ou seja, a taxa de empréstimo cobrado do tomador de crédito, e a taxa de captação, que é a taxa a qual o poupador é remunerado (ASSAF, 2005).

Essa remuneração deve cobrir as despesas com impostos e as despesas administrativas e proporcionar uma remuneração pelo risco de crédito – risco de o tomador do empréstimo atrasar ou não honrar seus compromissos – e pelo risco de liquidez – embute o risco de variação na taxa de juros e o risco sistêmico¹.

A demanda por crédito bancário é restringida com a combinação de taxas de empréstimo elevadas com prazos curtos. Por outro lado, a oferta de crédito também fica limitada pelo custo de oportunidade de aplicações alternativas, como o financiamento da dívida pública, e pela gestão de risco de crédito, que torna mais seletiva a carteira de empréstimo dos bancos.

I.4 Emprego e renda afetados pelas atividades especulativas

A aceitação da especulação traça uma linha divisória em análise econômica, pois o desvio da poupança para a especulação carrega a maior parte do fundamento da Teoria Geral². O excedente é atrelado diretamente ao investimento. A poupança transformada em investimento tem como resultado o aumento do investimento e aumento da riqueza social.

Keynes explica que “a poupança individual não favorece o investimento corrente à mesma medida que diminui o consumo atual. Portanto, se um ato de poupança nada faz

¹ Risco de uma quebra numa instituição financeira impactar e destruir todo o sistema financeiro.

para melhorar o rendimento, também em nada contribuirá para estimular o investimento. Além disso, para que um indivíduo que poupe possa atingir o seu fim, que é o de adquirir riqueza, não é necessário que um novo bem de capital seja produzido para satisfazê-lo, pois, cada ato de poupança implica transferência inevitável de riqueza a quem poupa”.

Na equação $M = M1 + M2 = L1 (Y) + L2 (r)$, onde M1 é o montante de recursos líquidos destinado para transação e precaução; M2 é o montante que atende o motivo especulação; L1 é a liquidez correspondente aos motivos transação e precaução (função da renda Y); e L2 é atrelada à especulação.

A concepção da poupança como parte da renda presente, destinada ao acréscimo no investimento – o que a associava ao “jogo justo da produção quando todos esperam o lucro do investimento” – termina na demanda especulativa por moeda. A L2 expressa o propósito de “obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro”.

A finalidade da demanda especulativa não é entesouramento (a manutenção do dinheiro) mas a possibilidade de se obter um “lucro”. A especulação, como Keynes notou, é a: “Luta de esperteza”, cujo objetivo real é transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação. A demanda especulativa por moeda pressupõe o risco de perda devido à presença de moeda falsa, podre ou em depreciação. A motivação para os agentes econômicos entesourar decorre da relativa segurança que a moeda proporciona em relação ao risco de emprestá-la, porém, a segurança que a posse da moeda proporciona existe somente para a moeda ouro. No sistema financeiro a moeda pertence à esfera decisória dos bancos – a retenção do ouro também pertence a esta esfera – por isso se observa aumento

² Keynes John Maynard (1936). *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, Inflação e Deflação*. São Paulo:

nas reservas bancárias ao redor das crises financeiras. Levando-se em conta um estoque fixo de ouro (em curto prazo) na economia e seu aumento na contabilidade bancária – que se expressa enquanto aumento das reservas bancárias – haverá redução do metal nas mãos dos agentes econômicos. Entretanto, como se pode ver na Teoria Geral, não é a demanda por precaução que torna a demanda monetária, o investimento e o capitalismo instáveis, mas a principal razão para L2 é a especulação.

Incerteza em relação à modificação na taxa de juros implica certeza de que haverá modificação na valorização do estoque de capital. A atividade especulativa consiste na previsão e no aproveitamento deste fato, existindo, portanto, inter-relação entre as poupanças acumuladas (riqueza social) e o destino do fluxo de poupança atual. A especulação exacerbada transforma-se em deficiência da demanda agregada, que é determinada basicamente pela redução no investimento. Esta é a maneira através da qual a especulação se torna importante para a teoria econômica.

Keynes afirma que a especulação refere-se à apuração de grandes lucros à custa de outros jogadores. Isto é apropriação de patrimônio, pois estes “lucros” não têm a dimensão macroeconômica de aumento da capacidade produtiva (criação de riqueza social).

Segundo Keynes, os bancos influenciam a dinâmica da circulação financeira e, por consequência, influenciam as avaliações dos rendimentos associados aos investimentos produtivos. Por outro lado, os bancos controlam o montante de crédito pela quantidade concedida aos empresários. Assim, um mercado financeiro dominado pela especulação pode exibir taxas de juros mais adequadas à psicologia de massa do que à rentabilidade de longo

prazo da produção e do gasto. Isso alimenta as transações com instrumentos financeiros existentes mais do que direciona fundos para o investimento.

Os bancos têm à sua disposição opções de aplicação que variam quanto aos graus de liquidez e rentabilidade. O deslocamento de uma posição de maior liquidez para uma de maior rentabilidade depende das expectativas do banco sobre a evolução da economia. Em cenários otimistas, há maior busca de rentabilidade, o que favorece a concessão de crédito para empresários, com prazos mais longos; em cenários pessimistas, os bancos buscam segurança contra a incerteza, e aplicam em títulos do governo e operações de curto prazo. Evidencia-se que a maneira pela qual os bancos estruturam seu ativo não garante a concessão de crédito à medida exata que a produção pode requerer.

O investimento potencializado pelo sistema de crédito provocará um efeito multiplicador sobre a renda e, conseqüentemente, sobre o consumo e a poupança. O consumo ampliado é responsável por parte do pagamento das obrigações contraídas pelas empresas. A poupança ampliada equivale ao investimento por identidade, é canalizada pelas famílias para depósitos a prazo, fundos de investimento, títulos de empresas e governo, entre outros, ou é simplesmente mantida em sua forma de moeda. Os recursos para a transformação das dívidas das empresas de curto para longo prazo provêm da poupança.

Segundo Keynes, o empresário faz prognósticos sobre a demanda futura, age de acordo com as expectativas em contexto de incerteza. Os empresários decidem ao longo do tempo conforme suas expectativas, sobre estratégias produtivas ou especulativas de valorização de riqueza. Além disso, a liquidez possui vantagens em relação a outros ativos, no sentido de ter o mesmo padrão em que irão vencer compromissos financeiros futuros para os agentes econômicos e conserva o poder de compra ao longo do tempo, dando agilidade

aos negócios e permitindo aproveitar oportunidades, por exemplo, o que implica uma preferência por liquidez. A busca por liquidez é um comportamento racional – no sentido de que a própria contratação de fatores de produção cria a necessidade de liquidez – em contextos de incerteza e sob o domínio de expectativas.

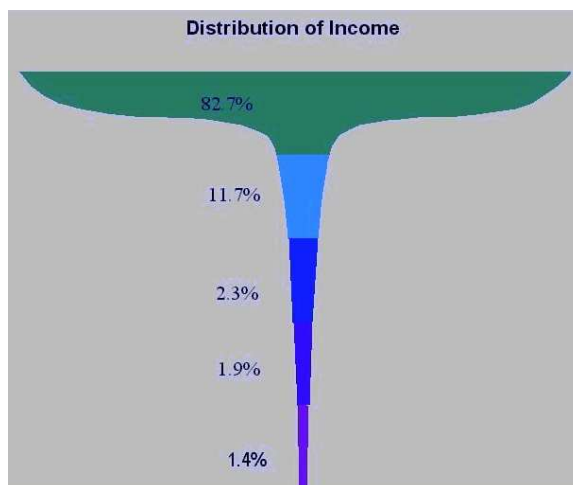
Keynes mostra que existem três coisas a fazer com a renda: os agentes podem consumir, podem investir ou podem aplicar seus recursos em moeda ou outros ativos. As duas primeiras correspondem a aplicações em ativos reprodutíveis com trabalho, gerando uma demanda indutora de emprego, enquanto a última é uma aplicação em ativos não reprodutíveis com trabalho, gerando uma demanda não indutora de emprego. Para Keynes, ao considerar a possibilidade de aplicações de renda não ativadoras de produção e emprego, uma concentração de renda pode levar a uma redução de consumo e investimento (e, portanto, de poupança).

A maximização de cada agente não leva necessariamente à maximização do produto e dos interesses sociais, o resultado da maximização efetivamente alcançada por parte dos agentes pode deixar a outra parte numa posição inferior de satisfação, de poder de troca e de patrimônio, mesmo que todos os agentes sejam racionais. No poder de troca ou no poder de comando, a primeira palavra é poder e a simples tentativa de especular, com o desvio de dinheiro, pode levar a redução no investimento e na atividade econômica agregada, modificando a posição patrimonial dos agentes econômicos.

Conforme dados do IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial), a poupança no Brasil em 2005 estava na ordem de grandeza de 18% do PIB, porém é desviada para atividades especulativas, em vez de ser orientada para investimentos. Conforme figura 1 – taça de champagne, mostra quem toma que parte do conteúdo. Os 20%

mais ricos se apropriam de 82,7% da renda. Como ordem de grandeza, os dois terços mais pobres têm acesso a 6%.

Figura I – Taça de Champagne



Fonte: Human Development Reports (1992, p. 35 e 2005 p. 37)

Com juros superiores a 100% para pessoa física, e crediários acima de 200%, a parte das poupanças das famílias desviada para custos de intermediação atinge quase 30% da poupança familiar (ANEFAC – Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade). Ou seja, reduz-se a capacidade das famílias dinamizarem microatividades econômicas e contrai-se o consumo das famílias, impactando na propensão a investir das empresas. Keynes explicou que a dinamização da economia através de frentes de trabalho, gerando salários, não teria impacto inflacionário, pois com os estoques acumulados e a capacidade ociosa, o setor produtivo poderia responder rapidamente com mais produtos para satisfazer o aumento de demanda.

Não basta a empresa ter acesso a dinheiro barato para que se decida a investir. A empresa só investirá se considerar que pode vender o produto. As decisões de despesas com consumo privado, investimento e gasto público eram quem condicionavam a decisão da firma produzir. Se não existisse demanda as firmas reduziriam a produção, causando desemprego e jogando o país em uma recessão. No Brasil, a parte dos salários no PIB reduziu, ou seja, a renda se concentrou, mas não se traduziu em investimentos, pois a demanda no país é fraca e a especulação está rendendo muito. Pela lógica Keynesiana durante uma recessão o governo poderia incentivar a recuperação da economia aumentando seus gastos e, desta forma, contribuindo para o aumento da despesa total, o que levaria a um aumento da produção e o do emprego.

A alavancagem aos derivativos transformou-os em instrumento ideal de especulação. Os derivativos cambiais representam risco para as empresas brasileiras. Este risco não é restrito apenas as companhias exportadoras, que tradicionalmente utilizam essa ferramenta. Muitas empresas (não exportadoras) resolveram especular no câmbio visando aumentar seus lucros. Nessa operação de alto risco a empresa aposta duas vezes que o real vai se valorizar. Fica vendida em dólar futuro duas vezes. Primeiro, vende o dólar para o banco no mercado futuro com cotação prefixada. Essa transação pode não representar exposição a risco cambial se for casada com uma receita em dólar que a empresa tiver a receber.

Porém, na operação realizada pelas empresas, elas vendem o dólar de novo para o banco no futuro, por meio de uma transação mais arriscada: a venda de uma opção de compra. Nela, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar o dólar a uma cotação pré-estabelecida no futuro. Os riscos foram assumidos porque as empresa não acreditavam que o dólar subiria no curto prazo a ponto de ultrapassar a cotação alvo e

porque conseguiam ganhos maiores do que no dólar a termo, embora estes tivessem um limite e as perdas, não.

Quando o preço de mercado ultrapassasse o valor do contrato, o compromisso da empresa vender o dólar ao banco se duplicava. Segundo site da Sadia, a companhia teve que entregar aos bancos dólares num volume equivalente a cerca de um ano e meio de exportações. Passou a ter que comprar a moeda no mercado mais cara do que venderia ao banco – por isso o prejuízo.

Uma crise financeira é mais provável em determinados momentos do ciclo econômico, quando a redução da lucratividade e o excessivo endividamento estreitam a margem de manobra das empresas. Segue um aumento na volatilidade da taxa de juros, na volatilidade na avaliação de capital. Isso atinge o âmago do sistema financeiro, que reside na comparação entre os fluxos de renda esperados dos ativos ou das diversas formas da riqueza social. Torna-se difícil conceder o crédito, pois a sua concessão, antes de ser função somente da oferta monetária, é função desta avaliação. Diminui a taxa de investimento. Aumenta a atividade especulativa e a taxa de falências de empresas e de bancos diminui a eficiência alocativa do sistema e aparecem várias externalidades.

O efeito conjunto dos “lucros espertos” e da concentração de patrimônio, evidenciada pela predominância cada vez maior de monopólios, a perda de pequenas empresas na sua fusão com as grandes, ou então na sua falência, corroem a percepção de possibilidades de ascensão profissional, econômica e social de todos, ou de boa parte da população. Começa o crescimento exponencial dos custos de proteção da propriedade, determinado pelo aumento da insatisfação social que pode assumir uma forma organizada ou não. Crescem os

custos sociais com desempregados e com a segurança do Estado, enquanto a sua receita tributária se reduz, por causa da redução do nível da atividade econômica.

Para finalizar, os arranjos financeiros dos bancos centrais e as liquidações ordenadas de empresas conseguem evitar a manifestação da crise financeira como pânico bancário, mas são incapazes de evitar os seus efeitos maléficos sobre a economia.

CAPÍTULO II

ESTUDO DE CASO: ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A

II.1 Perfil Corporativo

Segundo o site do Grupo Ultra, a Ultrapar Participações S.A. é um dos mais sólidos grupos econômicos brasileiros. Reúne três empresas com posição de destaque em seus segmentos de atuação: Ultragaz, líder do mercado brasileiro de distribuição de Gás Liquefeito de Petróleo (GLP), com 24% de market share; Oxiteno, maior fabricante no Mercosul de óxido de eteno e seus principais derivados assim como maior produtora de especialidades químicas no país; e Ultracargo, uma operadora e prestadora de serviços integrados de transporte rodoviário, armazenamento e manuseio de produtos químicos e combustíveis do Brasil.

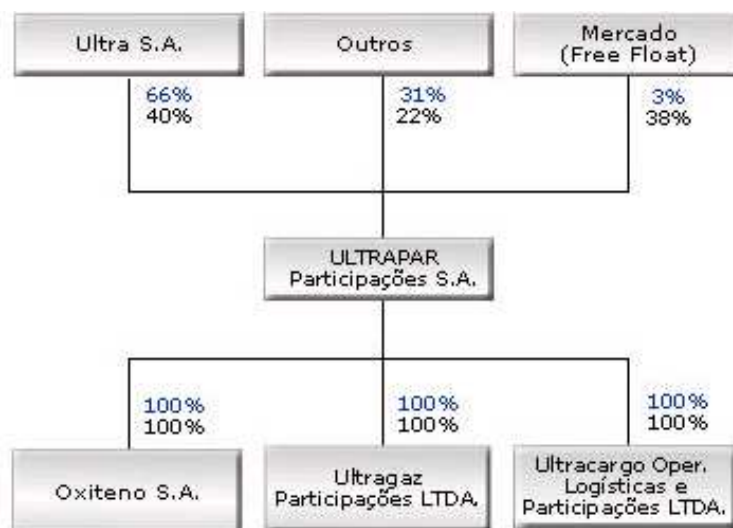
A Ultrapar Participações S.A. foi constituída em 20 de dezembro de 1953 e suas origens remontam a 1937, quando Ernesto Igel fundou a Companhia Ultragaz e introduziu o GLP como gás de cozinha no Brasil. Também foi pioneira no desenvolvimento da indústria petroquímica brasileira, com a criação da Oxiteno em 1970.

Em 2005, a companhia empregou mais de 6,5 mil pessoas e atua no Brasil e no México. A operação de GLP está presente em todo o território nacional, exceto na região amazônica, abastecendo 10,5 milhões de domicílios. A Oxiteno atende a diversos segmentos de mercado, particularmente os agroquímicos, alimentos, cosméticos, couros, detergentes, embalagens para bebidas, fios e filamentos de poliéster, fluidos para freios, petróleo, tintas e vernizes.

Em 2005, os três negócios combinados registraram receita líquida de R\$ 4,7 bilhões, geração de caixa, pelo conceito EBITDA³, de R\$ 546 milhões, e lucro líquido⁴ de R\$ 299 milhões. Desde 1998 (último ano antes da abertura de capital), a Ultrapar vem apresentando um crescimento anual médio de 18% no EBITDA e de 31% no lucro líquido.

O organograma abaixo, extraído do site do Grupo Ultra, corresponde à estrutura societária da Ultrapar. O primeiro percentual diz respeito à participação do capital votante e o segundo a participação do capital total.

Figura II - Organograma



A Ultrapar utiliza a capacidade de promover alternativas novas e eficazes para o mercado e para a gestão interna – sensibilidade para negócios, otimização de recursos – como um de seus pilares culturais estratégicos de crescimento. Ela está inserida em todos os

³ Significa na linguagem inglesa, “Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, ou seja, lucro antes dos juros, impostos (sobre o lucro), depreciação e amortizações. Em português significa LAJIDA.

⁴ Lucro depois do pagamento de Imposto de Renda. Também chamado pelos analistas de “bottom line” (última linha) de uma empresa. É o resultado final após o desempenho no processo produtivo, operacional e financeiro.

seus negócios de forma permanente, sendo o resultado da filosofia de aprimoramento contínuo e da diferenciação de produtos e serviços. Reflete uma cultura direcionada pela incessante busca do cliente fidelizado pela confiança no atendimento de suas necessidades.

A empresa conduz o negócio apoiado na identificação de tendências e oportunidades de curto, médio e longo prazos.

II.2 Ultragaz - pioneirismo histórico

O produto GLP pode ser considerado tanto como um produto de consumo, comprado pelo consumidor final para seu consumo pessoal (neste caso doméstico), quanto como um produto industrial, incluso no grupo das matérias-primas, onde geralmente os produtos ocupam muito espaço, e tem que ser transportado do produtor ao consumidor.

O Gás Liquefeito de Petróleo (GLP) é mais conhecido no Brasil como “gás de cozinha”, por sua ampla utilização em cocção. É caracterizado por sua grande aplicabilidade como combustível, graças à facilidade de armazenamento e transporte a partir do seu engarrafamento em vasilhames (botijões, cilindros ou tanques).

Segundo site do Grupo Ultra, as palavras inovação, criatividade e oportunidade foram as norteadoras da fundação da Empresa Brasileira de Gaz a Domicilio Ltda, que se tornaria em seguida a Ultragaz, primeiro negócio da Ultrapar.

De acordo com a informação no site da Ultragaz, “em 1937 nascia a empresa brasileira de “gaz” a domicílio, a partir da capacidade criativa e empreendedora de Ernesto Igel, jovem imigrante austríaco, que vislumbrou a oportunidade de usar o gás liquefeito de petróleo em fogões e aquecedores. O suprimento inicial era o propano, gás utilizado para

acionar os motores de dirigíveis e que ficou estocado no Brasil após o trágico acidente que pôs fim à era dos zeppelins. Ernest Igel, conhecendo o gás engarrafado na Europa, introduziu a idéia inovadora no Brasil, utilizando inicialmente este suprimento e passando a importar, em seguida, o gás liquefeito de petróleo (GLP). No ano seguinte, em 1938 o capital da empresa foi aberto e surgiu a Ultragaz S/A, que passou a atuar em todo o País”.

Desta forma, seu empreendedorismo e sua inovação passaram a ser referência de comportamento para a companhia. A marca da inovação acompanhou a empresa durante toda sua trajetória, como na ampliação do uso do GLP para além de gás de cozinha, nas iniciativas pela regulamentação do setor, na introdução de padrões e normas internacionais de segurança, entre outros movimentos.

Entre as inovações introduzidas estão produtos como o UltraSystem. Fruto de extensivos recursos destinados ao desenvolvimento de novos produtos e serviços, o Ultrasystem foi o primeiro sistema brasileiro de fornecimento de GLP a granel para o segmento comercial, com abastecimento feito diretamente do caminhão da Ultragaz para o recipiente instalado no cliente.

Foi introduzido pioneiramente em 1995, posicionando a Ultragaz como líder neste segmento de atuação até hoje. E a empresa continua inovando e aperfeiçoando este sistema. Em 2005, se diferenciou no mercado de condomínios residenciais com o desenvolvimento de um sistema de conta individual, que mereceu o Prêmio Marketing Best pela inovação.

No fornecimento de butano e propano para a indústria de produtos aerossóis, a Ultragaz é referência no país. Além da Petrobrás, é a única empresa a dispor de um laboratório específico para testes de gás, fabricando produtos sob medida para os clientes.

A Ultragaz também despende esforços no desenvolvimento do uso do GLP dentro da matriz energética brasileira. Adicionalmente, a Ultragaz trabalha no desenvolvimento e implantação de novas aplicações do GLP como fonte energética, por exemplo, em sistemas de refrigeração, congelamento de alimentos e climatização de ambientes.

II.3 Oxitenio – sinônimo de pesquisa e desenvolvimento

Segundo site da Oxitenio, ela investe mais de 2% de sua receita anual em pesquisa e desenvolvimento de produtos e processos. “Os recursos são destinados, prioritariamente, à evolução científica e tecnológica, buscando sempre criar inovações em termos de aplicações e produtos. Além de desenvolver novos produtos de maior valor agregado, a empresa se concentra no fornecimento de soluções customizadas para seus clientes”.

Para dar apoio a estas estratégias, a empresa dispõe de um centro de tecnologia, localizado no município de Mauá, no Estado de São Paulo. Em uma área de 3,8 mil metros quadrados, que passa por ampliação atualmente, o centro representa mais de US\$ 30 milhões de investimentos em ativos. Nele estão instalados vários laboratórios e plantas-piloto, que dispõem de avançada instrumentação analítica utilizada em trabalhos de desenvolvimento e de monitoração dos produtos.

A Oxitenio dedica-se às atividades dos laboratórios, divididos por segmentos de mercado: agroquímicos, alimentos, auxiliares têxteis, construção civil, cosméticos, couros, detergentes, fluidos funcionais, petróleo, tintas e vernizes, entre outros. As plantas-piloto

estão capacitadas para operar processos de etoxilação⁵, esterificação⁶, destilação⁷ e catálise⁸, e protótipos de reatores catalíticos para síntese de óxido de eteno.

Assim, podem ser disponibilizados para os clientes da Oxitenos serviços e soluções como o desenvolvimento e pesquisa conjunta de novos produtos e aplicações, orientação técnica na utilização dos produtos, sugerindo formulações e otimizações de processo, melhoria de desempenho dos produtos em diferentes aspectos, entre outros. Entre os desenvolvimentos recentes está a criação da tecnologia de regeneração de catalisadores usados pela Petrobrás.

Desde 2004, a Oxitenos investiu em uma outra frente de trabalho para se antecipar às tendências científicas mundiais. Instituiu o Conselho de Ciência e Tecnologia (CCT), composto por especialistas internacionais tanto da área acadêmica, como vindos da indústria internacional. Eles se reúnem periodicamente para debater as tendências e novos desenvolvimentos do mercado mundial de tensoativos e mantém contato por meios eletrônicos entre si e com os técnicos da Oxitenos, no Brasil.

Todo este suporte técnico é realizado por pessoal altamente qualificado. Os colaboradores possuem curso técnico ou superior, a maioria formada em engenharia ou química. Do pessoal de nível superior, boa parte tem pós-graduação, mestrado e doutorado, em muitos casos, incentivados e amparados pela empresa. Este importante diferencial competitivo é responsável pelo alto nível de reconhecimento internacional da Oxitenos. É

⁵ Processo químico que permite a fixação de uma ou mais moléculas de óxido de etileno sobre um composto químico.

⁶ Reação química reversível na qual um ácido carboxílico reage com álcool produzindo éster e água.

⁷ Modo de separação baseado no fenômeno de equilíbrio líquido-vapor de misturas.

⁸ É a Mudança de velocidade de uma reação química devido à adição de uma substância (catalisador).

considerada referência em troca de catalisadores. Na última operação desse tipo realizada na unidade de Camaçari, o procedimento durou onze dias (com meta de atingir menos de dez dias na próxima parada), contra os cerca de 30 dias de multinacionais petroquímicas.

Algumas universidades brasileiras e centros de tecnologia são parceiros da Oxiteno: Centro de Pesquisas e Desenvolvimento da Petrobras (CENPES), Instituto de Pesquisas Tecnológicas (IPT), Instituto de Tecnologia de Alimentos (ITAL), institutos estrangeiros como o Institute for Applied Surfactant Research (IASR), dos Estados Unidos, ou o Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS), da França, além da Universidade de São Paulo, Unicamp, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e do Rio Grande do Sul, entre outras.

A empresa realiza pesquisas no desenvolvimento tecnológico para o melhor aproveitamento do petróleo pesado de Marlim⁹, em conjunto com a Petrobrás, ou as pesquisas com o uso de álcool como matéria-prima na produção de insumos químicos, além de estudos na utilização de outras fontes renováveis.

A grande capacitação tecnológica da Oxiteno permitiu que a empresa passasse a atuar também no licenciamento de tecnologias de produção. Entre os negócios já realizados está a venda, em 2005, de sua tecnologia de produção de etanolaminas e etoxilados para a Project Management and Development Co. (PMD), empresa da Arábia Saudita que constrói um complexo petroquímico na cidade de Al-Jubail.

⁹ Campo de Marlim foi descoberto em 1985 na Bacia de Campos.

II.4 Ultracargo - soluções logísticas sob medida

Ao atuar nos mais diversos ramos da área de logística de transportes e armazenamento de produtos químicos e combustíveis, a Ultracargo oferece soluções com foco na inovação como forma de se diferenciar no mercado.

A empresa está presente desde o diagnóstico do serviço a ser executado, criando projetos logísticos, fazendo gerenciamento de operações “turn key”¹⁰, realizando os investimentos específicos necessários, gerenciando ativos, gerenciando logísticas fiscal, física e financeira. É a única empresa brasileira capacitada a oferecer, em conjunto, serviços de transporte e armazenagem, com soluções logísticas para os clientes do segmento de produtos químicos e combustíveis.

A liderança de mercado está vinculada ao fato de estar atenta aos movimentos da área química e de combustíveis. Seu trunfo sempre foi o pioneirismo na instalação de terminais de transporte e armazenagem em locais estratégicos.

Foi assim com a instalação, em 2004, do Terminal Intermodal de Montes Claros (TIM), que otimizou e barateou as operações para todas as distribuidoras de combustível da região, inaugurando um novo segmento de mercado para a Ultracargo – o mercado de gasolina e diesel. Por não ter uma base de apoio, cada distribuidora trabalhava por si, com altos custos. Com o TIM, além da viabilização da armazenagem em grande escala para as distribuidoras, foi possível realizar o suprimento de gasolina e diesel vindo de Betim por ferrovia. A distribuição e comercialização é feita diretamente do Terminal para os postos da região.

A entrada em Santos (SP), com o Terminal Intermodal de Santos (TIS), no final de 2005, também foi resultado da visão de futuro da empresa, que antecipou a ascensão das exportações de álcool pelo Brasil e as deficiências na armazenagem de óleos vegetais neste porto.

Soluções em operações menores constituem um diferencial da Ultracargo. São as chamadas operações “in-house”¹¹, nas quais o cliente entrega toda a sua área de recebimento, expedição e até mesmo seu controle de estoques para ser gerenciado por operadores da Ultracargo.

Todas as operações da Ultracargo são feitas com o uso das mais modernas tecnologias, ora já disponíveis ou desenvolvidas pela própria empresa para o atendimento de casos específicos. O pioneirismo na área de TI, pode ser constatado com a utilização de diversas ferramentas, algumas ainda exclusivas. A empresa instalou o primeiro Autotrac (rastreamento de veículos) em caminhões no Brasil, em 1994, e o primeiro sistema de medição de tanques por radar, em 1996.

Adicionalmente, os clientes Ultracargo podem fazer uso de ferramentas como o e-cargo, no qual os clientes geram relatórios personalizados e acompanham suas operações em tempo real, o Estoque net, que possibilita o acesso às respectivas posições de estoque, entre outros.

¹⁰ Em tradução livre significa chave na mão. É um tipo de operação empregada em processos licitatórios no qual a empresa contratada fica obrigada a entregar a obra em condições de pleno funcionamento. Tanto o preço do serviço quanto o prazo para entrega são definidos no próprio processo. A Ultracargo gerencia esta operação.

¹¹ Operações logísticas in-house são aquelas realizadas dentro das próprias instalações físicas do Cliente e em geral tratam da movimentação e armazenagem de materiais, abastecimento de linhas de produção, montagem de kits, embalagens, etc.

II.5 Ultrapar – política de financiamento

A Ultrapar encerrou o exercício de 2005 com um endividamento bruto de R\$ 1.432 milhões, representando um aumento de R\$ 881 milhões em relação ao ano anterior, e uma posição de caixa líquido em R\$ 191 milhões. O aumento no endividamento representa as duas importantes captações realizadas ao longo de 2005 – R\$ 300 milhões em debêntures e US\$ 250 milhões em notas no mercado externo. A estrutura do endividamento passou a ser composta de 41% em moeda nacional e 59% em moeda estrangeira, com a extensão do prazo médio de 1,4 ano em 2004 para 4,9 anos em 2005. Em 31 de dezembro de 2005, o custo médio ponderado da dívida em moeda local era correspondente a 86% do CDI, e o da dívida em moeda estrangeira de 6,8% acima da variação cambial.

No longo prazo, os montantes têm a seguinte composição por ano de vencimento de acordo com o site do Grupo Ultra:

Tabela I – Composição da Dívida

Composição da dívida em milhões de reais		
	2005	2004
Ano de vencimento da dívida	2006	-
	2007	109.338
	2008	93.958
	2009	57.304
	2010	36.920
	2011 em diante	54.529
	2010	9.064
Total		1.278.608
		258.091

Em 31 de dezembro de 2005, uma parte dos financiamentos estava garantida por alienação fiduciária dos bens do imobilizado e ações de participações societárias, além de notas promissórias e avais prestados pela Ultrapar e suas controladas, conforme a tabela a seguir:

Tabela II – Parcela dos Financiamentos

Parcela dos financiamentos garantida por:	2005	2004
Imobilizado	-	109.338
Ações de coligadas e avais de acionistas minoritários	93.958	57.304
Total	93.958	166.642

Os demais empréstimos estão garantidos por avais emitidos pela Ultrapar e pelo fluxo futuro de exportação. A Ultrapar é responsável por avais e fianças prestados a controladas no montante de R\$ 1.017,9 milhões. Algumas controladas emitiram garantias para instituições financeiras relacionadas às quantias devidas a essas instituições por alguns de seus clientes (financiamento de “vendedor”). Caso alguma controlada venha a ser instada a realizar pagamento relativo a essas garantias, a controlada poderá recuperar o montante pago diretamente de seus clientes através da cobrança comercial. O montante máximo de pagamentos futuros relacionados a essas garantias é de R\$ 33,2 milhões, com vencimentos até 210 dias. Até 31 de dezembro de 2005 a Ultrapar e suas controladas não sofreram perdas nem registraram passivos relacionados a essas garantias.

Algumas controladas realizaram com seus fornecedores operações denominadas “desconto ao fornecedor com risco sacado”. Na operação, os bancos antecipam aos fornecedores os recursos das vendas efetuadas às controladas, mediante aceite das próprias

controladas aos bancos. Essas operações possuem prazo médio de nove dias e estão contabilizadas como empréstimos bancários, uma vez que os fornecedores receberam os recursos dos bancos utilizando-se do crédito das controladas. O montante em aberto em 31 de dezembro de 2005 totalizava R\$ 161 mil. O resultado financeiro positivo registrado relativo a essa operação no ano totalizou R\$ 18 mil e está contabilizado na rubrica de receita financeira das controladas.

Segundo site do Grupo Ultra, em 2005 houve emissão de ações no total de R\$ 400 milhões e utilizou o recurso para financiar investimento de expansão e renovação do parque de produção. Em comparação com 2004, “houve um crescimento nas vendas de 24%”. Sua estrutura de capital em 2005 consistia em R\$ 1.040 milhões em capital próprio e R\$ 360 milhões em capital de terceiros usados para financiar a empresa. Com um quociente entre capital de terceiros e capital próprio de 34% tinha muita flexibilidade em sua estrutura.

Segundo FERREIRA (19997) a escolha entre capital de terceiros e capital próprio depende de muitos fatores. “As condições no mercado de ações podem ser desfavoráveis no momento em que a empresa necessita levantar recursos”. Segundo SECURATO (1993), “quando as taxas de juros são baixas, os mercados de capital de terceiros tornam-se atraentes”. Antes de emitir títulos de dívida, porém, uma empresa precisa ter certeza de que poderá gerar fluxos de caixa adequados para saldar suas obrigações.

Mostraremos no capítulo III que a alavancagem financeira e estrutura de capital são conceitos intimamente relacionados e que podem minimizar o custo de capital e maximizar a riqueza dos proprietários da empresa.

CAPÍTULO III

OBSTÁCULOS AO AUMENTOS DE INVESTIMENTO

III.1 Fontes de financiamento de investimentos

O custo de capital corresponde a um custo de oportunidade que pode ser considerado como o retorno mínimo esperado sobre seu capital próprio investido no negócio. Este é o retorno mínimo esperado (taxa de retorno), e não o desejado. O retorno desejado será superior ao mínimo. Uma empresa deve conseguir essa taxa de retorno nos projetos em que investe para manter o valor de mercado de sua ação. “O retorno mínimo esperado sobre o capital próprio investido no negócio leva em consideração a remuneração esperada que é a remuneração justificada pelo sacrifício do consumo presente, à espera de um benefício superior no futuro e que considera como referência a taxa de juros oferecida por um investimento livre de risco” conforme ROSS (1995).

O retorno mínimo esperado também pode ser considerado a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital no mercado para que seus fundos sejam atraídos. Se o risco for mantido constante, ou seja, se o risco que a empresa corre de não cobrir os custos operacionais e o risco que a empresa corre de ser incapaz de cumprir com os compromissos financeiros exigidos (juros, pagamento de empréstimos, dividendos de ações, etc.) não se alterar, os projetos com taxa de retorno superior ao custo de capital elevarão o valor da empresa e aqueles com taxa inferior o reduzirão.

O custo de capital funciona como vínculo básico entre as decisões de investimento de longo prazo da empresa e a riqueza dos proprietários, determinada pelos investimentos no

mercado. Ele é o número usado para decidir se o investimento proposto permitirá aumentar ou reduzir o preço da ação. Apenas investimentos que podem aumentar o preço da ação ($VPL > \$ 0$, ou $TIR > \text{custo de capital}$) devem ser recomendados.

O custo de capital é estimado em um momento específico. Reflete o custo futuro médio de fundos no longo prazo. Embora as empresas geralmente captem recursos em lotes, o custo de capital deve refletir a inter-relação das atividades de financiamento.

Segundo FERREIRA (1997) “se uma empresa capta fundos de terceiros agora, é provável que terá de usar alguma forma de capital próprio, como ações ordinárias, na próxima ocasião em que ela necessitar de recursos. A maioria das empresas procura manter uma combinação ótima desejada de capital de terceiros e capital próprio”.

A análise do ponto de equilíbrio é usada para determinar o nível de operações necessário para cobrir todos os custos operacionais e avaliar a rentabilidade associada a níveis diversos de vendas.

A maioria das dívidas é assumida por meio da venda de obrigações. Os recebimentos líquidos com a venda de uma obrigação ou de qualquer título são os fundos efetivamente recebidos com ela. Os custos de lançamento – os custos totais de emissão e venda de um título – reduzem os recebimentos líquidos proporcionados pela venda. Esses custos aplicam-se a todos os lançamentos públicos de títulos: obrigações, ações preferenciais e ações ordinárias.

Quando os recebimentos líquidos com a venda de uma obrigação são iguais a seu valor de face, o custo antes do imposto de renda iguala-se à taxa de cupom. Uma obrigação com cupom igual a 10% e que gera recebimentos iguais ao valor de face de \$ 1.000 teria um custo antes do imposto de renda igual a 10%. Uma segunda cotação é o retorno esperado

até o vencimento de uma obrigação com risco semelhante. Se uma obrigação com risco semelhante tem um retorno esperado até o vencimento de 9,7%, esse valor pode ser empregado como custo de capital de terceiros antes do imposto de renda.

O custo específico de financiamento deve ser medido depois do imposto de renda. Como os juros do capital de terceiros são dedutíveis para fins de apuração de imposto de renda devido, reduzem o lucro tributável da empresa. O custo de capital de terceiros depois do imposto de renda pode ser encontrado multiplicando-se o custo antes do imposto de renda por 1 menos a alíquota do imposto de renda.

III.2 Diferença entre capital de terceiros e capital próprio

O termo *capital* denota os fundos de longo prazo de uma empresa. Todos os itens que aparecem no lado direito do balanço patrimonial da empresa, excluindo os passivos circulantes, são fontes de capital. O **capital de terceiros** inclui todos os componentes de longo prazo contraídos pela empresa. O **capital próprio** é representado pelos fundos de longo prazo proporcionados pelos proprietários da empresa, ou seja, seus acionistas. Uma empresa pode obter capital próprio internamente, retendo lucros em lugar de distribuí-los como dividendos a seus acionistas, ou externamente, vendendo ações ordinárias ou preferenciais.

Ao contrário de capital de terceiros, o capital próprio é uma forma permanente de financiamento da empresa. Não “vence” no sentido de que não há a obrigação de restituição. Como o capital próprio é liquidado somente quando a empresa passa por um processo de falência judicial, os acionistas devem reconhecer que, embora exista um mercado líquido

para a venda das ações, o preço que conseguirão obter poderá oscilar. Essa oscilação torna os retornos para os acionistas de uma empresa ainda mais arriscados.

Os pagamentos de juros aos credores são tratados como despesa dedutível pela empresa emitente, ao passo que os dividendos pagos a acionistas e preferências não são dedutíveis para fins fiscais. A dedutibilidade dos juros reduz o custo do financiamento com capital de terceiros, mais uma razão para que seja inferior ao custo do financiamento com capital próprio.

De acordo com SECURATO (1993), “o capital de risco é o financiamento externo inicial com capital próprio obtido por empresas com perspectivas atraentes de crescimento. Os fornecedores desse capital são conhecidos como capitalistas de risco”.

Independentemente do estágio de desenvolvimento, os investimentos de capital de risco são feitos sob um contrato que atribui claramente as responsabilidades e os direitos de propriedade entre os proprietários existentes e o fundo ou sociedade limitada de capital de risco.

Segundo EID Jr. W. (1996), a estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeiras por causa de sua interação com outras variáveis de decisão em finanças. Más decisões envolvendo a estrutura de capital podem resultar em um custo elevado de capital, reduzindo os VPLs de projetos e tornando vários deles inaceitáveis. Decisões eficazes quanto à estrutura de capital podem reduzir seu custo, resultando em VPLs maiores e mais projetos aceitáveis e aumentando, assim, o valor da empresa.

Ao contrário do capital de terceiros, que precisa ser desenvolvido em uma data futura, o capital próprio deve permanecer na empresa por um período indefinidamente longo. Conforme FERREIRA (1997), o capital obtido com a emissão de ações ordinárias é

geralmente a forma mais cara de capital próprio, seguida pelos lucros retidos e pelas ações preferenciais. Por causa da posição secundária em relação ao capital de terceiros, os fornecedores de capital próprio correm riscos maiores que os fornecedores de capital de terceiros e, portanto, precisam ser recompensados com retornos esperados mais altos.

O nível de capital de terceiros aceitável para um setor ou ramo de atividade pode causar riscos muito elevados em outro, porque setores e ramos distintos possuem características operacionais diferentes, conforme Prociandy (1999).

III.3 O enfoque LAJI-LPA sobre a análise da estrutura de capital

O enfoque Laji-LPA¹² sobre a estrutura de capital envolve a seleção da estrutura de capital que maximize o LPA (lucro por ação que pode ser convenientemente utilizado para analisar estruturas de capital alternativas) no intervalo de valores possíveis do lucro antes de juros e imposto de renda (Laji).

Para o ano de 2006 o Grupo Ultra preparou para tomar uma decisão quanto à sua estrutura de capital. Obteve as seguintes estimativas de vendas e níveis correspondentes de lucro antes de juros e imposto de renda (LAI) de sua previsão: há 25% de probabilidade de que as vendas totalizem R\$ 4 bilhões, 50% de que alcancem R\$ 6 bilhões e 25% de que sejam iguais a R\$ 8 bilhões. Os custos operacionais fixos serão iguais a R\$ 2 bilhões e os custos operacionais variáveis corresponderão a 50% das vendas. Esses dados aparecerão resumidos com o cálculo do LAI resultante na Tabela III do capítulo III.

¹² LAI – Lucro antes dos juros e imposto de renda

LPA – Lucro por ação

A tabela mostrará que há 25% de probabilidade de que o LAJI seja igual a R\$ 0, mostrará que há 50% de probabilidade de ser igual a R\$ 1 bilhão e 25% de que seja igual a R\$ 2 bilhões. As probabilidades foram estimadas pelo setor de vendas do Grupo Ultra e devem ser consideradas como dadas.

Para analisar os efeitos da estrutura de capital do Grupo Ultra, também foi considerado a relação entre lucros antes de juros e imposto de renda e lucro por ação. É pressuposto um nível constante de Laji – risco econômico constante – para isolar o efeito dos custos de financiamento associados a estruturas alternativas de capital sobre os retornos. O LPA é utilizado para medir os retornos para os proprietários, com a expectativa de que esteja intimamente correlacionado com o preço da ação. Segundo BRIGHAM (2001) “a relação que se espera existir entre LPA e riqueza dos proprietários não é de causa e efeito. A maximização de lucros não garante necessariamente que a riqueza dos proprietários também esteja maximizada. Apesar disso, espera-se que a variação do lucro por ação exerça algum efeito sobre a riqueza deles, já que os dados de LPA – uma das poucas informações que os investidores recebem – geralmente fazem o preço da ação subir ou cair em resposta ao nível desses lucros”.

Para fazer um plano de financiamento, é preciso conhecer pelo menos duas coordenadas de Laji e LPA. As coordenadas de Laji e LPA podem ser encontradas supondo valores específicos de Laji e calculando o LPA associado a cada um deles. Tais cálculos, no caso do Grupo Ultra, para três estruturas de capital diferentes, com índices de endividamento iguais a 30% e 60% estão apresentados na tabela abaixo.

Segundo BRIGHAM (2001) Uma taxa de juros estaria associada a cada nível de endividamento da tabela IV e seria esperado que ela fosse crescente com o aumento da

alavancagem financeira. O nível de dívidas, a taxa de juros a ser pagos em cada uma das estruturas de capital alternativas são apresentados na Tabela V.

A Tabela VI usa os níveis de LAJI e as probabilidades correspondentes, desenvolvidos na Tabela III; o número de ações ordinárias, calculado na coluna 5 da Tabela IV; e os valores de juros calculados na coluna 3 da Tabela V, para determinar o lucro por ação (LPA) correspondente aos índices de endividamento de 0, 30 e 60%. Supomos uma alíquota de imposto de renda de 40%. São apresentados os LPAs esperados resultantes, o desvio-padrão do LPA e o coeficiente de variação do LPA associados a cada índice de endividamento.

Tabela III – Vendas e Cálculos de Laji

Vendas e cálculos de Laji Correspondente ao Grupo Ultra (em bilhões de reais)			
Probabilidade de vendas	0,25	0,50	0,25
Receita de vendas	4	6	8
Menos: custos operacionais	2	2	2
Menos: custos operacionais variáveis (50% das vendas)	2	3	4
Lucro antes de juros e imposto de renda LAJI	0	1	2

Tabela IV – Estruturas de Capital

Estruturas de capital associadas a índices de endividamento do Grupo Ultra				
<u>Estrutura de capital (bilhões de reais)</u>				
Índice de endividamento (1)	Total dos ativos (2)	Capital de terceiros [(1) x (2)] (3)	Capital próprio [(2) – (3)] (4)	Ações ordinárias Existentes [(4) / R\$0,2]
0%	5	0	5	25
30	5	1,5	3,5	17,50
60	5	3	2	10

Tabela V – Nível de Dívidas, Taxa de Juros e Valor Monetário dos juros anuais associados às estruturas de capital alternativas do Grupo Ultra

Índice de endividamento	Capital de terceiros (em bilhões de reais) (1)	Taxa de juros sobre toda a dívida (2)	Juros (em bilhões de reais) [(1) x (2)] (3)
10%	0,5	9,0	0,045
20%	1	9,5	0,095
30%	1,5	10,0	0,15
40%	2	11,0	0,22
50%	2,5	13,5	0,34
60%	3	16,5	0,49

Tabela VI – Cálculo de LPA

Cálculo de LPA (em bilhões de reais) para alguns índices de endividamento do Grupo Ultra			
Probabilidade de Laji	0,25	0,50	0,25
Índice de Endividamento = 0%			
Laji (Tabela III)	R\$ 0	R\$ 1	R\$ 2
Menos juros (Tabela V)	0,00	0,00	0,00
Lucro líquido antes do imposto de renda	R\$ 0	R\$ 1	R\$ 2
Menos: imposto de renda (t = 0,40)	0	0,4	0,8
Lucro líquido depois do imposto de renda	R\$ 0	R\$ 0,6	R\$ 1,2
LPA (25 ações, Tabela IV)	R\$ 0	R\$ 0,024	R\$ 0,048
LPA esperado		0,024	
Desvio-padrão do LPA		0,017	
Coeficiente de variação do LPA		0,71	
Índice de Endividamento = 30%			
Laji (Tabela III)	R\$ 0	R\$ 1	R\$ 2
Menos juros (Tabela V)	0,00	0,15	0,15
Lucro líquido antes do imposto de renda	(R\$ 0,15)	R\$ 0,85	R\$ 1,85
Menos: imposto de renda (t = 0,40)	(0,06)	0,34	0,74
Lucro líquido depois do imposto de renda	(R\$ 0,09)	R\$ 0,51	R\$ 1,11
LPA (17,5 ações, Tabela IV)	(R\$ 0,0051)	R\$ 0,0291	R\$ 0,0634
LPA esperado		R\$ 0,0291	
Desvio-padrão do LPA		R\$ 0,024	
Coeficiente de variação do LPA		0,83	

Índice de endividamento = 60%			
Laji (Tabela III)	R\$ 0	R\$ 1	R\$ 2
Menos juros (Tabela V)	0,495	0,495	0,495
Lucro líquido antes do imposto de renda	(R\$ 0,495)	R\$ 0,5050	R\$ 1,5050
Menos: imposto de renda (t = 0,40)	(0,1980)	0,2020	0,6020
Lucro líquido depois do imposto de renda	(R\$ 0,2970)	R\$ 0,3030	R\$ 0,9030
LPA (10 ações, Tabela IV)	(R\$ 0,0297)	R\$ 0,0303	R\$ 0,0903
LPA esperado		R\$ 0,0303	
Desvio-padrão do LPA		R\$ 0,0424	
Coeficiente de variação do LPA		1,40	

Podemos comparar estruturas de capital alternativas utilizando uma técnica algébrica para determinar os pontos de indiferença entre as estruturas. Segundo Brigham (2001), esta técnica “envolve escrever cada estrutura de capital como uma equação em termos de lucro por ação, igualando as equações de duas estruturas de capital distintas e depois calculando o nível de Laji que faz com que as equações sejam iguais”.

$$LPA = \frac{(1 - T^{13}) \times (Laji - I^{14}) - DP^{15}}{N}$$

¹³ Alíquota do imposto de renda.

¹⁴ Juros anuais

¹⁵ Dividendos de ações preferenciais

Comparando a estrutura de capital de 0% e 30%, temos:

$$\frac{(1 - 0,40) \times (\text{Laji} - \text{R\$0}) - \text{R\$0}}{25} = \frac{(1 - 0,40) \times (\text{Laji} - \text{R\$15}) - \text{R\$0}}{17,50}$$
$$\text{Laji} = \text{R\$ 50}$$

O valor calculado do ponto de indiferença entre as estruturas com 0% e 30% de endividamento, portanto, é igual R\$ 50.000.

Comparando a estrutura de capital de 30% e 60%, temos:

$$\frac{(1 - 0,40) \times (\text{Laji} - \text{R\$15}) - \text{R\$0}}{17,50} = \frac{(1 - 0,40) \times (\text{Laji} - \text{R\$49,5}) - \text{R\$0}}{10}$$
$$\text{Laji} = \text{R\$ 95,5}$$

O valor calculado do ponto de indiferença entre as estruturas com 30% e 60% de endividamento, portanto, é igual R\$ 95.500.

CONCLUSÃO

O aspecto mais importante a destacar quando se usa a análise Laji-LPA, é o fato de que essa técnica tende a se concentrar na maximização de lucro e não na riqueza do proprietário. O uso de um enfoque que visa à maximização do LPA ignora o risco de maneira geral. Se os investidores não exigissem prêmios por risco à medida que a empresa aumentasse a proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital, uma estratégia envolvendo a maximização do LPA também maximizaria a riqueza dos proprietários. Mas, como os prêmios por risco aumentam com elevações da alavancagem financeira, a maximização do LPA não assegura o retorno e o risco em um esquema de avaliação compatível com a teoria de estrutura de capital exposta.

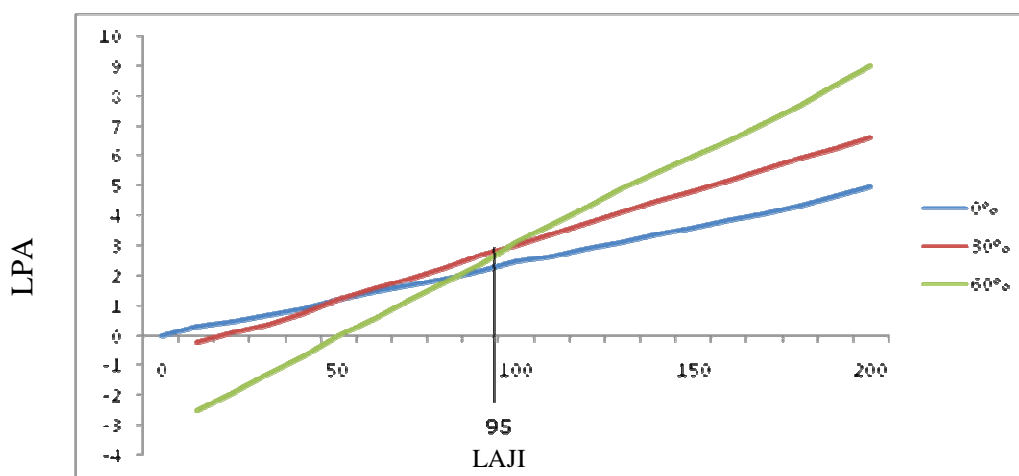
O enfoque Laji-LPA avalia estruturas de capital levando em conta os resultados que proporcionam aos proprietários da empresa e seu grau de risco financeiro. De acordo com esse enfoque, a estrutura de capital preferível é aquela que maximiza o LPA na faixa de Laji que a empresa espera. Esse enfoque reflete o risco em termos do ponto de equilíbrio financeiro e da inclinação da linha de estrutura de capital.

Os dados foram apresentados graficamente em conjunto de eixos LAJI-LPA, como vemos na Figura III. A figura indica o nível de LPA esperado para cada nível de LAJI. Nos níveis abaixo do intercepto com o eixo horizontal, observa-se um prejuízo (LPA negativo). Cada um dos interceptos no eixo horizontal é um ponto de equilíbrio financeiro, ou seja, o nível de LAJI necessário para cobrir exatamente todos os custos financeiros fixos ($LPA = \$0$).

A estrutura de capital (gráfico I) com alavancagem nula (índice de endividamento 0%) é superior às outras duas estruturas para níveis de Laji entre \$0 e \$50. Entre Laji de \$50 e

\$95, a estrutura de capital com 30% de endividamento é preferível às outras. Em um nível de Laji superior a \$95, a estrutura de capital que proporciona o lucro por ação mais alto contém 60% de capital de terceiros.

Figura III – Comparação de estruturas de capital



A melhor estrutura de capital por ser selecionada empregando um modelo de avaliação é a que vincula fatores de retorno e risco. A estrutura de capital preferível é aquela que resulta no maior valor estimado para a ação, e não no LPA mais alto. Outros fatores não quantitativos importantes, como estabilidade das receitas, fluxo de caixa, obrigações contratuais, preferências dos administradores, controle, avaliação externa de risco e oportunidade, também devem ser levados em conta na tomada de decisões relativas à estrutura de capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, E.; SILVA, C.M.S., Análise das Estratégias de Investimento das Empresas do Setor de Petróleo e Gás, In: **Petróleo e Gás Brasil**, v. 4, n. 3, p. 7-9, 2003.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2005. 656p.
- BOVESPA S/A. **Abertura de capital**. Disponível em: http://www.abimaq.org.br/cei-maq/meta3/abertcapital_doc_m.htm>. Acesso em: 15 out. 2006.
- BOVESPA S/A. **Como e por que tornar-se uma cia aberta**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2006.
- BRIGHAM, Eugene F. GAPENSKI, Louis C. EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo (SP): Atlas, 2001.
- CASAROTTO FILHO, N.; KOPITKE, B. H. **Análise de investimentos**. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 1996. 458p.
- COMISSÃO NACIONAL DE BOLSA DE VALORES. **Mercado de capitais**. São Paulo: Comissão Nacional de Bolsa de Valores, 1993.
- COERBETT, J.; JENKINSON, T. **The Financing of Industry, 1970-89: An International Comparison**. Discussion paper No. 948, Center for Economic Policy Research, Londres, 1994.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

- DONALDSON, G. G. **Corporate Debt Capacity: a study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity**. Boston: Harvard Graduate Scholl of Bussines Administration, 1961.
- EID Jr. W. **Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras**. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 36, nº. 4, 1996.
- FERREIRA, L de S.; BRASIL, H. G. **Estrutura de capital: um teste preliminar da “Pecking order Hypotesis”**. 21º Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 1997.
- GRUPO ULTRA. **Relações com investidores**. Disponível em: <http://www.grupoultra.com.br> . Acesso em: 15 out. 2006.
- KALECKI, MICHAEL **Teoria da Dinâmica Econômica**. Tradução Paulo de Almeida. Ed. Abril Cultural, São Paulo, 1983.
- LEVINE, R. **Bank – Based or Market – Based Financial Systems: Which is better?** Mimeo, Worl Bank.
- MELLAGI FILHO, A. **Mercado financeiro e de capitais: uma introdução**. São Paulo: Atlas, 1998. 170p.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of investment. **American Economia Reviw**. v. 48, 1958. 201-297p.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. **Como a Indústria Financia o seu crescimento: Uma Análise do Brasil Pós-Plano Real**. RJ, BNDES, 2000. (Texto para Discussão nº.84).
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001. 328p.

PROCIANOLY, J. L.; CASELANY, C. N. **Emissão de ações como fonte de crescimento ou como fonte de redução do risco financeiro: resultados empíricos.** Revista de Administração, São Paulo, v.32, nº.3, jul./set. 1997.

RODRIGUES, W. Jr. & MELLO. G. M. **Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil.** IPEA, Brasília, 1999.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. **Administração Financeira Corporate Finance.** São Paulo. Atlas, 1995.

SANVICENTE, A.Z.; MELLAGI FILHO, A., **Mercado de capitais e estratégias de investimento.** São Paulo: Atlas, 1996. 157p.

SECURATO, J. R. **Decisões financeiras em condições de risco.** São Paulo: Atlas, 1993. 243p.

SINDIGÁS. **Dados estatísticos.** Disponível em: <http://www.sindigas.com.br/estatisticas>. Acesso em: 15 out. 2006.

TITMAN, S. **The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision**". Journal of Financial Economics 13, 137-151. 1984

ZACARELLI, S. B. **Estratégia e sucesso nas empresas.** São Paulo: Saraiva, 2003. 244p.

ANEXO

QUADRO: DESCRIÇÃO DAS ETAPAS DA ABERTURA DE CAPITAL E OS TIPOS DE CUSTOS

Etapas	Tipos de Custos			
	Legais e Institucionais	Publicação, publicidade e mktg	Serviços Financeiros	Internos da empresa
Análise preliminar				Formação de grupo de estudos sobre a abertura. Consultoria externa de mercado de capitais.
Montagem da operação	Contratação de auditoria externa	Edital de convocação e ata de assembléia(s). Demonstrações financeiras.	Comissão de coordenação	
Processo com CVM	Taxa de registro de emissão. Registro de escritura de debêntures. Agente fiduciário.	Prospecto		
Registro em bolsa	Anuidade à bolsa			
Pool e marketing de distribuição		Material informativo. Visitas à empresa. Apresentação aos investidores.		
Distribuição e liquidação financeira	Serviço de ações escriturárias	Anúncio de início e encerramento da distribuição	Comissão de garantia (se necessário) e distribuição	
Manutenção da condição de companhia aberta	Taxa de fiscalização da CVM	Informe aos acionistas		Criação do departamento de acionistas. Estrutura da diretoria de relações com o mercado.

Fonte: Inter-Link Consultoria de Mercados de Capitais S/C Ltda. *Apud* Pinheiro (2002).